

食品综合

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

参与人: 韩小静

S0960513070006

010-63222547

hanxiaojing@china-invs.cn

6-12个月目标价: 50.00元

当前股价: 39.69元

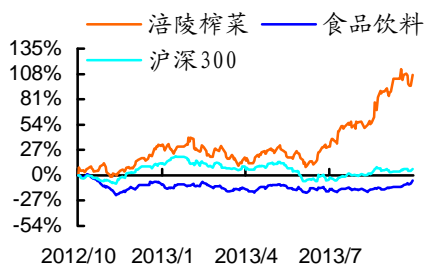
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2229.24
总股本(百万)	155
流通股本(百万)	84
流通市值(亿)	33
EPS	0.49
每股净资产(元)	6.28
资产负债率	17.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
涪陵榨菜	6.41%	54.44%	69.73%
食品饮料	10.88%	13.87%	8.21%
沪深300	1.60%	12.82%	-2.47%



相关报告

20130730 -涪陵榨菜-收入增速加快将持续

20130328 -涪陵榨菜-收入增速有望加快, 盈利能力提升可持续

20121024 -涪陵榨菜-利润率创新高, 未来增长依靠渠道精耕带动收入增长

20120831 -涪陵榨菜-今年利润高弹性, 较强提价能力保障长期稳定增长

涪陵榨菜

002507

推荐

收入增速提升, 渠道下沉保障持续高增长

涪陵榨菜公布2013年3季报, 前三季度实现营业总收入6.7亿元(+18.11%), 归属于母公司净利润1.28亿元(+22.84%), 每股收益0.83元, 经营活动现金流同比增加30.23%, 同时预告2013年度净利润变动区间为15%-35%。三季度收入增长环比继续提速, 渠道下沉保障未来2-3年收入增长空间, 维持推荐评级。

- **受益于新市场顺利拓展, 三季度收入增长27.62%, 预计四季度收入增速将更快。** 预计前三季度收入增长主要是销量增长贡献, 销量增长来自新市场的开发和老市场榨菜消费多元化带来的规模增长。农民工返乡造成消费人口向县城转移, 以前公司渠道在大量县级是空白, 今年公司计划新开拓的130多个地级市场和500余个县级市场已经基本开拓完毕, 得益于渠道下沉顺利, 收入增速加快; 同时榨菜的用途更加多样化, 如炒肉、烧汤、夹馒头、蒸鱼、焖肉、涮火锅、送粥、泡面、下米饭等, 行业的容量也在扩大。去年四季度渠道调整造成基数较低, 明年春季时间较早, 今年四季度将出现渠道备货旺季, 预计收入增速将继续加速。
- **原材料青菜头价格上涨约10%, 三季度毛利率回落5.33个百分点至42.43%, 预计公司已开始提价稳定盈利能力。** 今年原料价格涨幅明显, 去年三季度毛利率基数很高, 公司一向实时根据原辅料等成本调整价格, 我们认为公司凭借品牌力和高市占率可顺利转嫁成本压力, 毛利率能够维持在40%-45%的高水平。未来公司窑池储备能力的增强有望进一步平抑原材料价格风险。
- **销售费用率下降2.35%平滑毛利率下滑影响, 净利率依然维持20.74%的高位。** 前三季度公司加大了广告宣传投入, 通过新广告、新包装宣传榨菜多用途的消费方式, 以扩大行业容量。但受成本上涨影响, 预计其他促销等费用减少, 同时收入规模增长, 费用率整体下降。
- **未来两年渠道扩张奠定成长基础, 2015-2016年收入规模较2012年有望翻番。** 去年下半年公司制定了渠道未来3-4年规划, “打到三线去, 解放全中国, 销售翻一番”, 公司梳理出地级、县级空白市场2000多个, 通过三年多时间要全部覆盖, 13-15年按3:4:3的比例完成目标; 未来3-5年将产量从去年的8万吨提升至20万吨左右, “乌江”牌市占率将逐步提升。
- **公司一直寻找品类外延扩张的机会, 存在潜在的并购预期。** 寻找的标的: 产品生产经营管理模式、销售渠道与榨菜产品高度重合; 产品市场空间大, 无需消费引导, 拓展潜力广; 没有行业龙头, 没有强势品牌, 进入后能够很快做到前三名。
- **维持盈利预测, 13-15年EPS分别为1.06/1.30/1.58, 我们认为公司成长空间大, 未来两年业绩增长确定性高, 维持“推荐”评级。**
- **风险提示:** 销量不达预期; 成本涨幅超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	713	908	1139	1402
收入同比(%)	1%	27%	25%	23%
归属母公司净利润	126	165	201	245
净利润同比(%)	43%	30%	22%	22%
毛利率(%)	42.4%	42.3%	42.5%	42.7%
ROE(%)	13.3%	15.5%	16.8%	18.0%
每股收益(元)	0.82	1.06	1.30	1.58
P/E	48.65	37.37	30.56	25.10
P/B	6.46	5.79	5.14	4.51
EV/EBITDA	35	27	21	17

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	630	856	859	930	营业收入	713	908	1139	1402
现金	498	677	636	657	营业成本	410	524	654	803
应收账款	2	5	6	7	营业税金及附加	9	9	11	14
其它应收款	4	5	6	7	营业费用	132	160	204	252
预付账款	8	10	13	16	管理费用	31	40	50	62
存货	113	147	183	225	财务费用	-14	-15	-14	-13
其他	5	13	15	18	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	493	678	829	977	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	416	557	694	823	营业利润	145	190	233	284
无形资产	17	24	31	38	营业外收入	5	4	4	4
其他	61	98	105	117	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1123	1534	1688	1908	利润总额	149	194	237	288
流动负债	145	445	464	519	所得税	23	29	36	43
短期借款	0	200	200	200	净利润	126	165	201	245
应付账款	55	68	85	104	少数股东损益	0	0	0	0
其他	90	177	179	215	归属母公司净利润	126	165	201	245
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	162	213	270	336
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	1.06	1.30	1.58
其他	26	26	26	26					
负债合计	171	471	490	545	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	155	155	155	155	成长能力				
资本公积	557	557	557	557	营业收入	1.1%	27.4%	25.4%	23.1%
留存收益	240	350	486	650	营业利润	41.6%	31.2%	22.8%	22.1%
归属母公司股东权益	952	1063	1198	1363	归属于母公司净利润	43.0%	30.2%	22.3%	21.8%
负债和股东权益	1123	1534	1688	1908	获利能力				
					毛利率	42.4%	42.3%	42.5%	42.7%
					净利率	17.7%	18.1%	17.7%	17.5%
					ROE	13.3%	15.5%	16.8%	18.0%
					ROIC	23.6%	25.1%	23.9%	25.0%
					偿债能力				
					资产负债率	15.2%	30.7%	29.0%	28.6%
					净负债比率	0.00%	42.43%	40.83	36.69%
					流动比率	4.34	1.92	1.85	1.79
					速动比率	3.56	1.59	1.46	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.68	0.71	0.78
					应收账款周转率	354	296	223	221
					应付账款周转率	7.20	8.54	8.54	8.48
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.82	1.06	1.30	1.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.49	1.44	1.94
					每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.86	7.73	8.79
					估值比率				
					P/E	48.65	37.37	30.56	25.10
					P/B	6.46	5.79	5.14	4.51
					EV/EBITDA	35	27	21	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫, 中投证券研究总部食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士, 2010 年加入中投证券。
韩小静, 中投证券研究总部食品行业分析师, 复旦大学理学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 伊利股份、双汇发展、贝因美、洽洽食品、克明面业、加加食品、恒顺醋业、涪陵榨菜、光明乳业、承德露露、煌上煌、好想你、三全食品

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434